美团点评-W（03690.HK）深度研究报告

后疫情时代如何看待无边界巨头未来空间

推荐（维持）

目标价：285 港元

当前价：242 港元

- **本地生活作为巨大的蓝海市场，行业总体数字化水平仍处于初级阶段。疫情极大催化了线上化水平。**2012-2018 年，中国生活服务业在线交易规模从 4295 亿元增长至 36291 亿元，年均增速约 53%，交易规模在生活服务总体市场的渗透率仍不足 18%，发展空间和潜力巨大。
- **美团上市 2 年基本复盘，本地生活领域从“两强相争”到“龙头”地位显现。股价已摆脱阿里巴巴“百亿补贴”负向影响。盈利能力逐步验证，规模效应显现，平台价值逐步发挥。**运力、商户、用户三轮协同，驱动运营效率提升。2020 年 Q2 提前实现业务恢复，平台长期价值逐步发挥优势。
- **万物到家成就外卖长期模型，料将成为美团的现金奶牛。**美团市场份额牢固，对手凭借补贴难以扭转行业格局。**外卖订单结构从餐饮到非餐外卖零售成为到家经济的重要组成部分，生态边界扩大，新业态、新模式加速出现**优化了外卖远期模型。日均单量、每单均价、配送费、广告业务收入多项并举，成就美团外卖净利润的可期增长。随着“一切皆可外卖”时代的到来，美团外卖业务具有远期价值，有望带来持续稳定的现金流及利润。
- **新零售业态成为领航标，有望再造下一个外卖市场。**我国新零售起步晚，但发展强劲。新零售竞争格局，入口+流量+场景、供应链+配送模式不尽相同。美团、阿里、京东三家会战新零售战场，阿里“天猫超市+淘鲜达+盒马+饿了么”、京东“无界零售”，美团凭借闪购、买菜、社区团购的立体网络覆盖，料将占据优势地位。**美团新零售业务以美团买菜、美团闪购与美团优选为核心支撑。美团闪购，**外卖订单结构从餐饮到非餐外卖零售成为到家经济的重要组成部分。**美团买菜**，头部玩家已经显现；前置仓物流分级集约化，配送效率最大化，盈亏模型的关键是随订单规模扩大，仓储物流后端投入得以平衡。**美团优选，**下沉市场社团团购抢夺社区流量。社区团购的主要商业模式是“预售制+团长制”，UE 模型较好以及未来的市场空间广阔。
- **近场电商逐步替代中心化电商，行业迎来变革期。**满足 3～5km 半径内消费者生活相关高频需求，并逐步完成了一张全国范围 “前置仓/店+即时配送”的末端服务网络布局，伴随餐饮外卖、商超零售甚至服装 3C 等品类的发展，近场电商将对传统中心化电商形成冲击。
- **盈利预测、估值及投资评级：公司在市占格局上不断占优，展现出强劲的盈利能力。疫情为本地生活赛道带来极大的机会。我们认为公司有望成长为后疫情时代服务业线上化的无边界巨头，看好公司长期港股核心资产龙头地位。我们维持预计 20-22 年 Non GAAP 下经调净利润 77 亿/165 亿/305 亿。我们参考分部估值方法，2023 年餐饮外卖 PE 估值（30X），对应 2023 年 10271 亿，到店酒旅业务 PE 估值（30X），对应 2023 年 5104 亿，新业务中本地零售、快驴、餐厅 RMS 依据可比估值总计给予 2560 亿估值，2023 年总计 17935 亿元人民币，折现到 2020 年，对应 16732 亿港币，维持目标价 285 港元，维持“推荐”评级。**
- **风险提示**：餐饮外卖业务竞争加剧、新业务持续亏损，现金流管控不当，成本上升。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	97,529	119,182	179,528	243,420
同比增速(%)	50%	22%	51%	36%
经调整净利（Non Gaap）(百万)	4,899	7669	16510	30488
每股盈利(元)	0.43	0.72	2.45	4.56

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 20 年 9 月 11 日收盘价

华创证券研究所

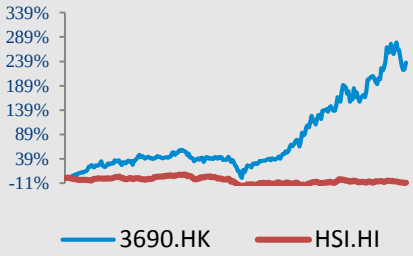
证券分析师：靳相宜

电话：010-66500831
邮箱：jinxiangyi@hcyjs.com
执业编号：S0360520080001

公司基本数据

总股本(亿股)	58.79
已上市流通股（亿股）	51.44
总市值（亿港元）	14275
流通市值（亿港元）	12489
资产负债率%	29%
每股净资产（港元）	0.11

市场表现对比图(近 12 个月)



VISIT…

扫码免费领取资料

房中术{www.nblax520.com}专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注 学习）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

投资主题

报告亮点

- **本报告为美团深度研究系列的第四篇深度。主要探讨行业格局变化和公司远期价值。在行业格局变化上，**主要着眼于后疫情时代到家业务蓬勃发展的机遇下，美团的策略发展。**提出：新零售业态成为领航标，有望再造下一个外卖市场。**疫情为新零售业态带来极大机会，新零售竞争格局，入口+流量+场景、供应链+配送模式不尽相同。美团、阿里、京东三家会战新零售战场，阿里“天猫超市+淘鲜达+盒马+饿了么”、京东“无界零售”，美团凭借闪购、买菜、社区团购的立体网络覆盖，将占据优势地位。**在公司长期价值上，**本报告对美团上市 2 年进行基本复盘，**提出：本地生活领域从“两强相争”到“龙头”地位显现。**股价已摆脱阿里巴巴“百亿补贴”负向影响。盈利能力逐步验证，规模效应显现，平台价值逐步发挥。运力、商户、用户三轮协同，驱动运营效率提升。重申美团本地生活龙头价值。**万物到家成就外卖长期模型，将成为美团的现金奶牛。**美团市场份额牢固，对手凭借补贴难以扭转行业格局。**外卖订单结构从餐饮到非餐外卖零售成为到家经济的重要组成部分，生态边界扩大，新业态、新模式加速出现**优化了外卖远期模型。日均单量、每单均价、配送费、广告业务收入多项并举，成就美团外卖净利润的可期增长。随着“一切皆可外卖”时代的到来，美团外卖业务具有远期价值，料将带来持续稳定的现金流及利润。

。

投资逻辑

- **本地生活作为巨大的蓝海市场，行业总体数字化水平仍处于初级阶段。疫情极大催化了线上化水平。**2012-2018 年，中国生活服务业在线交易规模从 4295 亿元增长至 36291 亿元，年均增速约 53%，交易规模在生活服务总体市场的渗透率仍不足 18%，发展空间和潜力巨大。竞争格局上，**本地生活领域从“两强相争”到美团“龙头”地位显现。美团盈利能力逐步验证，规模效应显现，平台价值逐步发挥。美团新零售业务以美团买菜、美团闪购与美团优选为核心支撑。美团闪购，新零售业态成为领航标，有望再造下一个外卖市场。近场电商逐步替代中心化电商，行业迎来变革期。**美团满足 3～5km 半径内消费者生活相关高频需求，并逐步完成了一张全国范围 “前置仓/店+即时配送”的末端服务网络布局，伴随餐饮外卖、商超零售甚至服装 3C 等品类的发展，近场电商将对传统中心化电商形成冲击。

关键假设、估值与盈利预测

公司在市占格局上不断占优，展现出强劲的盈利能力。**疫情为本地生活赛道带来极大的机会。我们认为公司有望成长为后疫情时代服务业线上化的无边界巨头，看好公司长期港股核心资产龙头地位。**我们维持预计 20-22 年 Non GAAP 下经调净利润 77 亿/165 亿/305 亿。我们参考分部估值方法，2023 年餐饮外卖 PE 估值（30X），对应 2023 年 10271 亿，到店酒旅业务 PE 估值（30X），对应 2023 年 5104 亿，新业务中本地零售、快驴、餐厅 RMS 依据可比估值总计给予 2560 亿估值，2023 年总计 17935 亿元人民币，折现到 2020 年，对应 16732 亿港币，维持目标价 285 港元，维持“推荐”评级。

目 录

一、本地生活作为巨大的蓝海市场，行业总体数字化水平仍处于初级阶段 7
（一）本地生活行业市场规模巨大，但总体数字化水平较低，仍处于初级阶段 7
（二）本地生活行业市场规模巨大，但总体数字化水平较低，仍处于初级阶段 8
二、上市 2 年基本复盘，本地生活领域从“两强相争”到“龙头”地位显现 8
（一）股价摆脱阿里巴巴“百亿补贴”负向影响 8
（二）盈利能力逐步验证，规模效应显现，平台价值逐步发挥 9
1、运力、商户、用户三轮协同，驱动运营效率提升 9
2、2020 年 Q2 提前实现业务恢复：规模效应持续显现，平台长期价值逐步发挥优势 10
三、万物到家成就外卖长期模型，将成为美团的现金奶牛 11
（一）美团市场份额牢固，对手凭借补贴难以扭转行业格局 11
（二）一切皆可外卖，万物到家成就外卖长期价值，将带来持续稳定的现金流及利润 12
1、美团外卖单量预期：2019 年日均单量 2390 万，预计 2025 年日均单量将达到 9908 万，接近 1 亿单 12
2、每单均价（AOV）具备提升空间主要得益于新零售业务的拉升 13
3、交易用户配送费提升空间广阔 14
4、流量增长与品牌商户的入驻将大幅提升广告变现率 15
5、外卖 UE 模型拆解下，预计远期美团外卖单均盈利 2 元以上 17
四、新零售成为领航标，有望再造下一个外卖市场 18
（一）新零售业务为何物？ 18
1、新零售业务整体市场规模 18
2、美团新零售业务以美团买菜、美团闪购与美团优选为核心支撑 18
（二）新零售战场： 美团、阿里、京东三家会战，美团暂时领先 19
1、新零售竞争格局，入口+流量+场景、供应链+配送模式不尽相同 19
2、阿里：以“天猫超市+淘鲜达+盒马+饿了么”为首的同城零售战场 20
3、京东：无界零售，打破传统零售，化被动为主动 21
（三）美团闪购：外卖订单结构从餐饮到非餐外卖零售成为到家经济的重要组成部分 21
（四）美团买菜：前置仓类的分拆模型 23
1、头部玩家已经显现 23
2、前置仓业态优缺点明显 23
3、盈亏模型的关键是随订单规模扩大，仓储物流后端投入得以平衡 23
4、买菜作为美团新零售网络的一环，长期盈利暂不可见 23
（五）美团优选：下沉市场社团团购抢夺社区流量 24
1、社区团购的商业模式 24

2、社区团购未来的市场空间广阔 25
3、兴盛优选的 UE 模型拆解 25
4、疫情加速社区团购发展 25
五、近场电商逐步替代中心化电商，行业迎来变革期 26
六、估值与盈利预测 26
七、风险提示 27

图表目录

图表 1 信息娱乐在线渗透率 7
图表 2 社交网络在线渗透率 7
图表 3 零售业市场规模与线上渗透率 7
图表 4 生活服务行业市场规模与线上渗透率 7
图表 5 餐饮市场规模空间提升巨大 8
图表 6 主要生鲜电商活跃用户数规模(万人) 8
图表 7 日均活跃用户数(万人) 8
图表 8 行业竞争格局与美团股价 9
图表 9 美团年度交易用户数（单位：亿） 10
图表 10 美团每用户平均每年交易笔数 10
图表 11 美团活跃用户数及增速（百万家） 10
图表 12 美团收入（亿元）与增速 11
图表 13 美团 Non-GAAP 净利润（百万元）与净利率 11
图表 14 美团各业务毛利率情况 11
图表 15 美团外卖与饿了么市场占比情况 12
图表 16 2020Q1 美团外卖 VS 饿了么单量市场份额 12
图表 17 美团外卖与饿了么相关数据对比 12
图表 18 消费者点外卖的时段分布 13
图表 19 外卖成为消费者的主要就餐方式 13
图表 20 消费者使用外卖购买非餐品类情况 13
图表 21 美团餐饮外卖历年 AOV（元/单） 14
图表 22 行业餐饮外卖 AOV(元/单) 14
图表 23 场景一：夜间配送费多为 10 元左右 14
图表 24 场景二：部分药店的配送费可达到 20 元 14
图表 25 场景三：肯德基自营 APP 配送费为 9 元 15
图表 26 场景三：麦当劳微信小程序配送费为 9 元 15
图表 27 美团外卖广告业务形态及收费模式 15
图表 28 各广告展位分布位置 16
图表 29 美团整体 take rate 拆分 17
图表 30 美团外卖业务推算 17
图表 31 零售市场整体规模 18
图表 32 美团新零售业务梳理 18

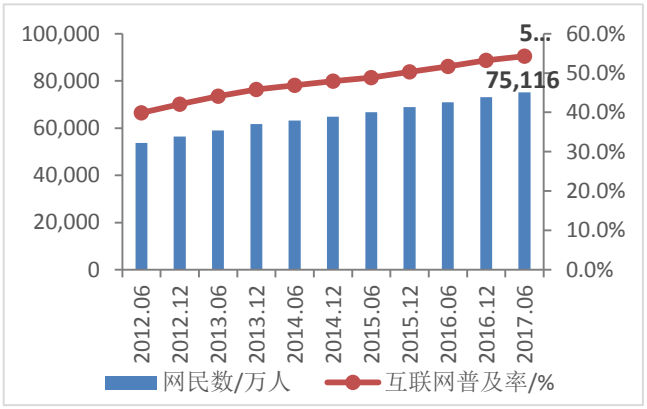
图表 33 新零售竞争格局 19
图表 34 阿里巴巴同城零售打造“一小时生活圈” 20
图表 35 外卖零售品类订单占比 21
图表 36 不同外卖零售品类订单量占比 21
图表 37 美团提供的服务走向“多场景+多时段”的融合 22
图表 38 美团闪购业务与外卖 UE 对比 22
图表 39 水果/超市类单店月均外卖订单量（美团） 23
图表 40 某头部连锁超市单店月均外卖单量 23
图表 41 三家主要平台的差异化对比 24
图表 42 兴盛优选社区团购模式 24
图表 43 兴盛优选小程序月榜&日榜数据 25
图表 44 近场电商 VS 广域电商比较 26
图表 45 2014-2019 年中国即时配送行业订单量规模及增长率 26
图表 46 新业务可比估值 27
图表 47 2023 年分部估值 27

一、本地生活作为巨大的蓝海市场，行业总体数字化水平仍处于初级阶段

（一）本地生活行业市场规模巨大，但总体数字化水平较低，仍处于初级阶段

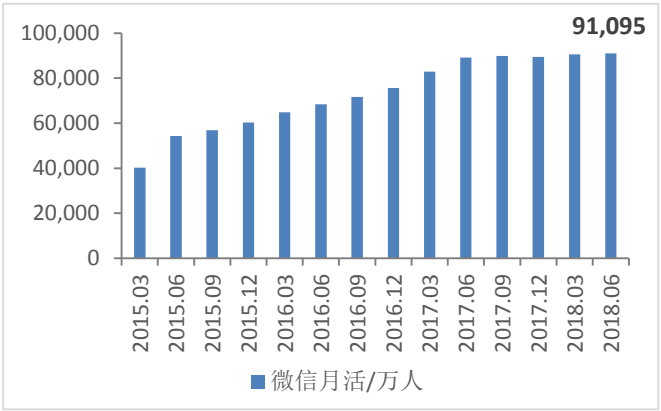
行业总体数字化水平仍处于初级阶段。 2012-2018 年，中国生活服务业在线交易规模从 4295 亿元增长至 36291 亿元，年均增速约 53%，交易规模在生活服务总体市场的渗透率仍不足 18%。

图表 1 信息娱乐在线渗透率



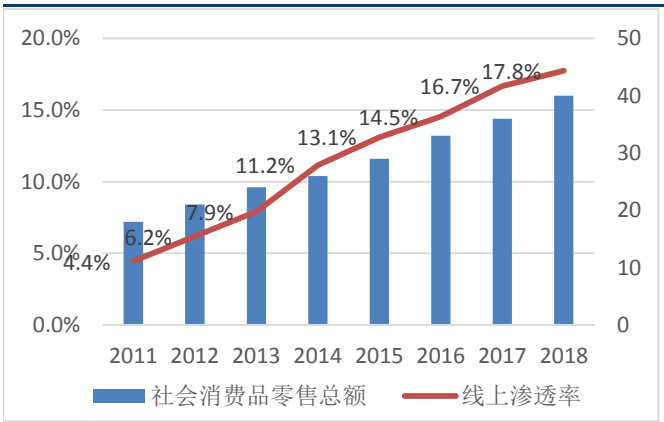
资料来源：国家统计局、中国互联网信息中心、艾瑞咨询、华创证券

图表 2 社交网络在线渗透率



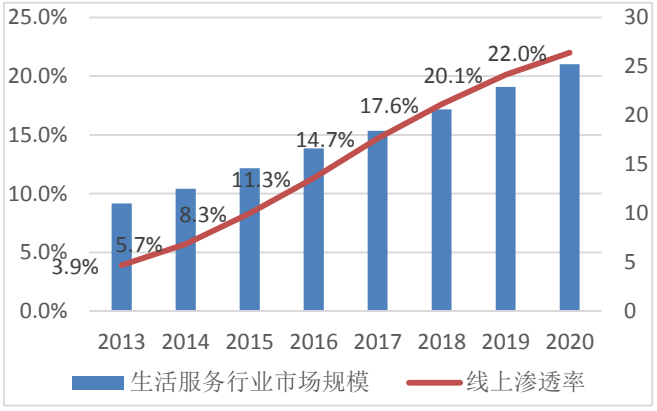
资料来源：国家统计局、中国互联网信息中心、艾瑞咨询、华创证券

图表 3 零售业市场规模与线上渗透率



资料来源：国家统计局、中国互联网信息中心、艾瑞咨询、华创证券

图表 4 生活服务行业市场规模与线上渗透率

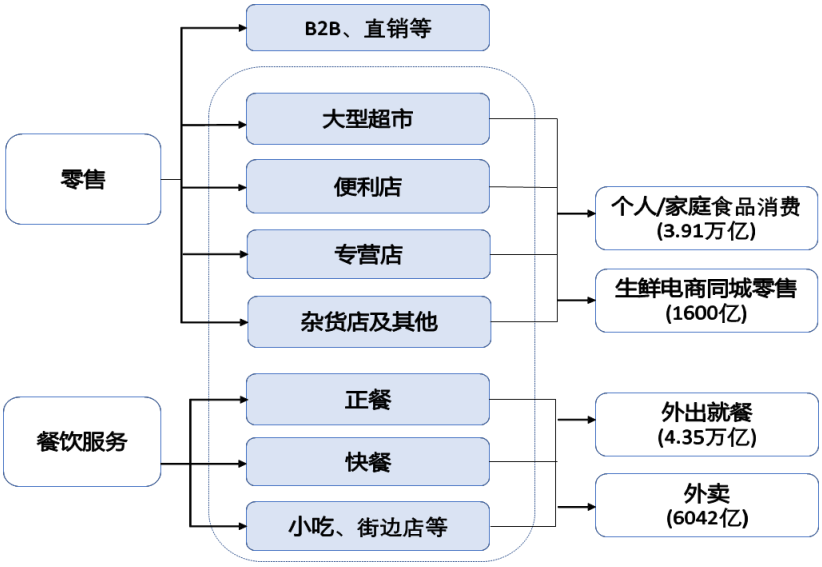


资料来源：国家统计局、中国互联网信息中心、艾瑞咨询、华创证券

中国餐饮市场 C 端消费约 9 万亿规模；其中外卖行业市场规模约 6042 亿，线上化率约为 12%；生鲜电商市场规模约为 1600 亿，线上化率仅约为 4%，发展空间和潜力巨大。

生鲜和包装食品以零售和餐饮服务为依托，实现线上化销售。其中，零售行业包括 B2B、直销、大型超市、便利店、专营店、杂货店及其他，个人/家庭食品消费为 3.91 万亿元，生鲜电商同城零售为 1600 亿元；餐饮服务包括正餐、快餐、小吃及街边店等，外出就餐市场规模为 4.35 万亿元，外卖为 6042 亿元。

图表 5 餐饮市场规模空间提升巨大

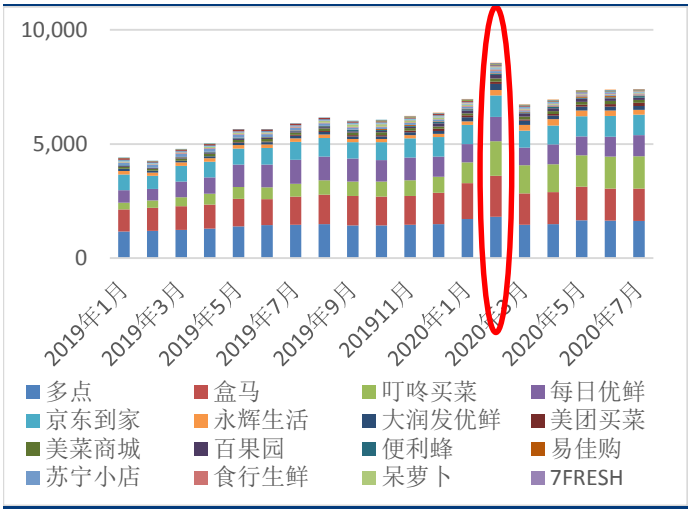


资料来源：商务部、国家统计局、中商产业研究院、华创证券

（二）本地生活行业市场规模巨大，但总体数字化水平较低，仍处于初级阶段

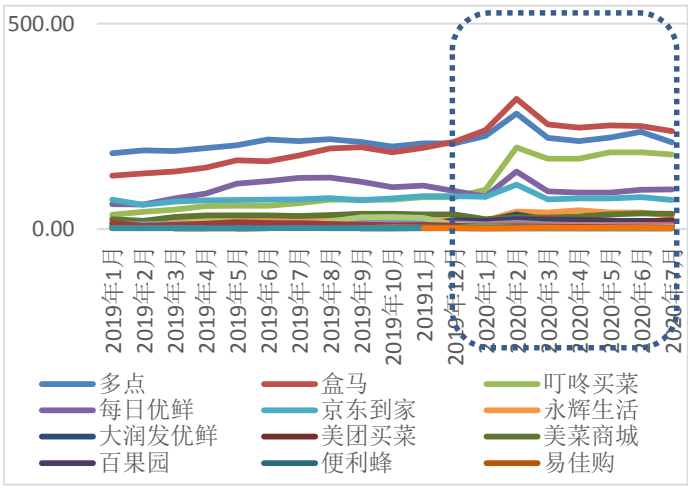
本地生活行业作为互联网最后一条腾飞的赛道，疫情催化线上化进程提速。餐饮外卖、本地商超、同城配送等业务，消费场景得到极大扩展，开启了万物到家的时代。疫情创造的刚需环境快速完成了消费者教育，疫情结束后到家电商活跃水平回落，但仍旧高于疫情之前。

图表 6 主要生鲜电商活跃用户数规模(万人)



资料来源：QuestMobile 、华创证券

图表 7 日均活跃用户数(万人)



资料来源：QuestMobile 、华创证券

二、上市 2 年基本复盘，本地生活领域从“两强相争”到“龙头”地位显现

（一） 股价摆脱阿里巴巴“百亿补贴”负向影响

我们对美团上市以来 2 年的股价进行了详细的复盘。**从过去几个季度来看，影响美团股价的两个核心因子为：竞争格局与盈利能力。**竞争格局对于美团的股价呈现负向影响。投资者普遍对于美团在行业整体的竞争力尚未形成

稳固的信心，强劲竞争对手“阿里巴巴”的行动逻辑和战略布局将直接影响美团的股价。

然而，4 月以来，行业竞争格局发生转向，竞争格局从“64”到“73 ”已成定局，阿里巴巴百亿补贴的动作对美团股价影响减弱。以本次饿了么夏季补贴为例，2020 年 8 月 14 日，饿了么发布新百亿补贴促销活动，当天美团股价仍大幅提升了 3.97 个点。

图表 8 行业竞争格局与美团股价

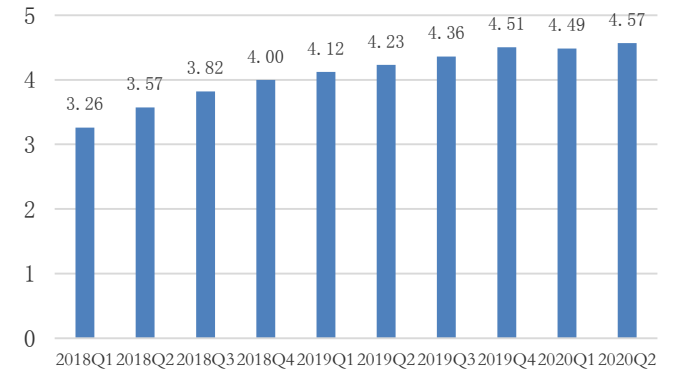
资料来源：Wind，华创证券

（二） 盈利能力逐步验证，规模效应显现，平台价值逐步发挥

1、运力、商户、用户三轮协同，驱动运营效率提升

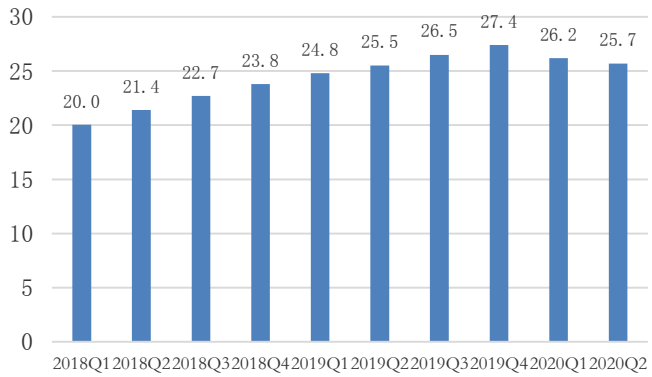
外卖业务是一辆三轮车，运力、商户、用户三个轮子要共同发展，同时相互协同，三轮车才能稳定前进。回首美团外卖过去的 3 年，就是运力、商户、用户不断积累和协同的过程。市场已经达到一定规模，两个巨头玩家的市占形成对峙局面后，行业迎来拐点，进入效率运营与成本控制比拼阶段。**在这个阶段，平台掌握的外卖商家数、平台的覆盖范围、平台的运力存量，以及内部运营协同效率比消费者数量更能够决定平台的市场发展空间与竞争格局。**从活跃商家数、年度交易用户数、配送小哥日活三个方面，美团凭借各个业务相互之间的导流，商户数与交易用户数皆为饿了么的近一倍。在覆盖城市数方面，美团 2014 年上半年开始布局下沉市场，具有一定的先发优势，凭借优异的渠道下沉能力，在三线以下很多城市具有极强的垄断优势，覆盖了 2800 个县市区；饿了么从高校起家，最开始聚焦一二线城市，2014 年下半年开始向二三线城市拓展，加大对三线城市的补贴，饿了么+口碑共覆盖 676 个县市区，且多数集中在二线以上城市。在运力方面，2019 年美团日活骑手为 80-90 万，至 2020 年上半年，日活骑手达到 125 万。

图表 9 美团年度交易用户数（单位：亿）



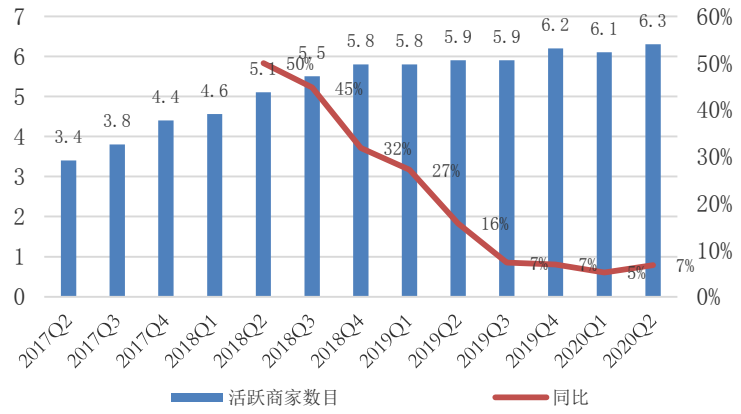
资料来源：公司公告，华创证券

图表 10 美团每用户平均每年交易笔数



资料来源：公司公告，华创证券

图表 11 美团活跃用户数及增速（百万家）

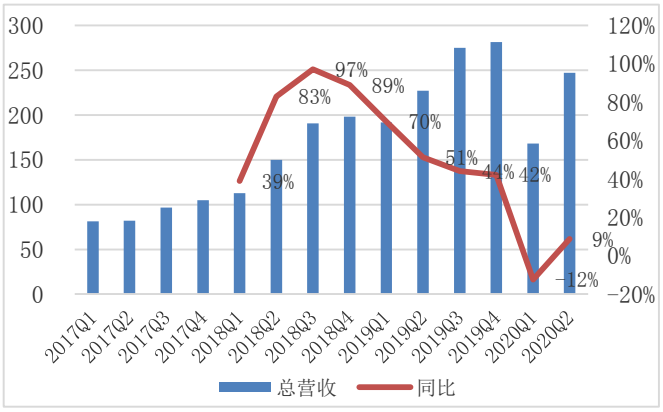


资料来源：公司公告，华创证券

2、2020 年 Q2 提前实现业务恢复：规模效应持续显现，平台长期价值逐步发挥优势

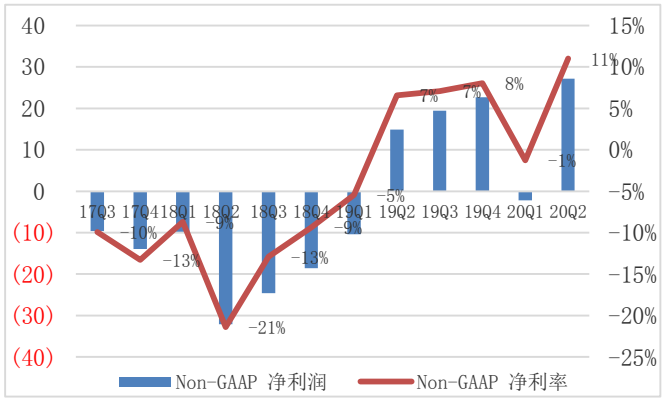
复盘美团从亏损到盈利，从 2019 年一季度以来，经营利润率稳步提升，至二季度经调净利润 14.9 亿元，首次转正，标志着规模效应与竞争格局的验证；接着三季度经调净利润 19.4 亿元，三季度的持续盈利，标志着无边界巨人的盈利起点已经初现；四季度经调净利润 22.3 亿元，环比进一步扩大，四季度在餐饮外卖为不利冬季的前提下，持续保持盈利扩大，说明整体 ROE 持续向好。进入 2020 年，一季度由于疫情的影响，外卖、酒店业务受冲击严重，收入下降明显，净利润跌至-2.16 亿元；二季度营收增长、经营利润与经调利润皆转正，营收 247.2 亿元，同比增长 8.9%，增长转正，经调净利润 27.2 亿，同比增长 82%，经营利润 21.7 亿元，同比增长 95.5%，**二季度的财报表明疫情的冲击属于一次性冲击，美团正从短暂的阴霾中走出来。**我们认为，**依赖于极度精细化的运营以及对成本的极度把控，美团的规模效应持续显现，平台长期价值料将逐步发挥优势。**

图表 12 美团收入（亿元）与增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 13 美团 Non-GAAP 净利润（百万元）与净利率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 14 美团各业务毛利率情况

（单位：%）	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
餐饮外卖	6%	8%	16%	17%	13%	14%	35%	20%	18%	13%	14%
酒店、到店及旅游业务	88%	88%	91%	91%	87%	88%	89%	89%	89%	88.00%	88.00%
新业务及其他（包含摩拜）	29%	-7%	-76%	-37%	-23%	-11%	89%	19%	21%	/	/

资料来源：公司公告，华创证券

三、万物到家成就外卖长期模型，有望成为美团的现金奶牛

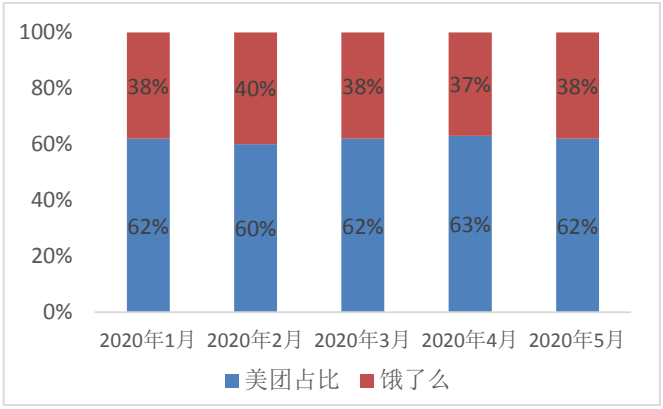
（一）美团市场份额牢固，对手凭借补贴难以扭转行业格局

美团在 C 端用户流量、B 端商家覆盖、独家签约商户占比以及骑手运力等方面已积累了足够强的竞争壁垒，预计将继续在与饿了么的拉锯战中扩大领先优势。

餐饮外卖属于重资产行业，产业链条长，运营精细化，进入壁垒较高。美团在 C 端的用户流量和粘性具备先发优势，美团早期以团购方式打入低线市场，迎合低线市场价格敏感度较高的特性，用户多为二三四线城市居民和学生群体，拉新成本较低，随着三四线城市消费升级和用户消费能力的提升，美团在此基础上开展外卖、旅游等业务，进一步提升用户粘性。从 B 端的商户覆盖来看，美团较早进入下沉市场，平台对商家的抽成较低，搜索排名也靠前，后来的进入者即使以较低的价格来吸引商户，但如果不能在 C 端有所突破，为商户带来足够的订单量，难以撼动美团的市场份额。

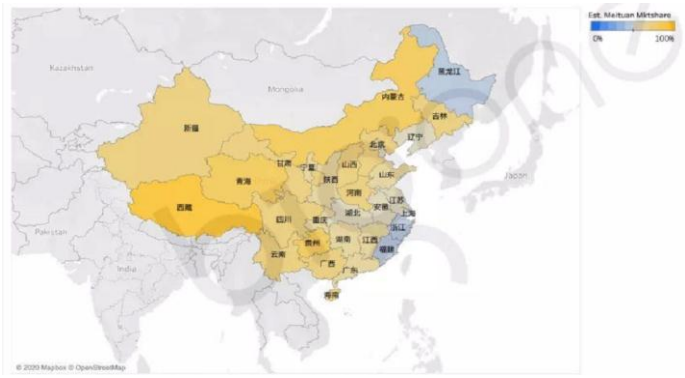
我们曾在之前的深度报告中指出，C 端补贴大量获客的模型只存在于市场的培育阶段，当外卖市场达到成熟阶段时，用于初期用户习惯教育的补贴效用将不断衰减，随着市场规模的持续增加，补贴的边际效用将逐渐递减。事实证明了我们的观点，在饿了么加大对三线城市的补贴力度下，美团市占率仍保持稳定，预计未来领先优势将继续扩大。

图表 15 美团外卖与饿了么市场占比情况



资料来源：百观科技、华创证券

图表 16 2020Q1 美团外卖 VS 饿了么单量市场份额



资料来源：百观科技、华创证券

2020H1 美团营收 415 亿元，Q2 单季度单均盈利 0.56 元，活跃商户数达到 610 万，覆盖 2800 个县市区；相比之下，根据阿里巴巴 FY21Q1 财报，本地生活服务收入为 71 亿元（其中包含平台佣金、配送服务以及跑腿业务等），活跃商户数为 350 万。

图表 17 美团外卖与饿了么相关数据对比

	美团外卖	阿里本地生活
2020H1 营收/亿元	415	71
2020Q2 单均盈利/元	0.56	Positive
年度交易用户数/亿人	4.7	3-3.5
活跃商户数/百万	6.1	3.5（和口碑商户之和）
覆盖城市	2800（美团全部业务覆盖）	700+

资料来源：公司公告，华创证券

（二）一切皆可外卖，万物到家成就外卖长期价值，料将带来持续稳定的现金流及利润

1、美团外卖单量预期：2019 年日均单量 2390 万，预计 2025 年日均单量将达到 9908 万，接近 1 亿单

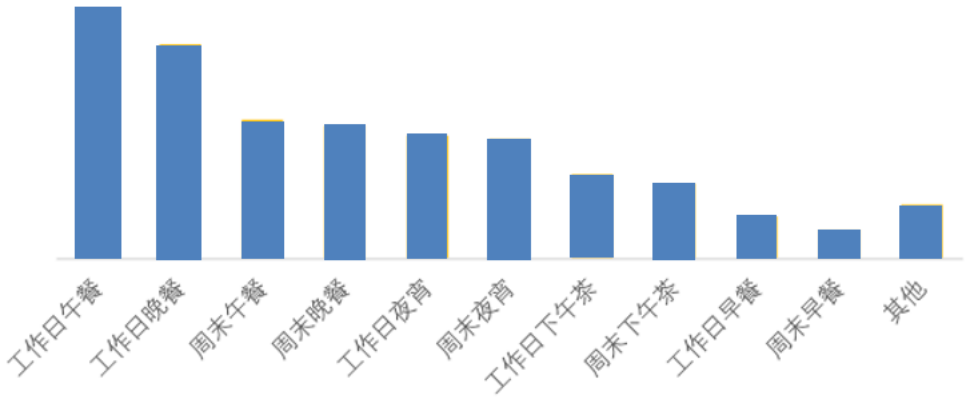
未来美团外卖订单的增长空间来自于两个方面：一是纵向餐饮外卖结构的升级，从中餐为主，向晚餐及宵夜占比提升过度；**二是横向本地生活服务品类的扩充**，即非餐业务的扩充，通过提升供给侧的线上化水平来带动整个到家业务订单量增长至亿级规模。

根据美团研究院《2019 年及 2020 年上半年中国外卖产业发展报告》显示，晚餐、下午茶及宵夜的占比在迅速提升。其中，工作日的午餐和晚餐是外卖需求最为旺盛的时段，随着人们对于生活质量和健康的追求，早餐、夜宵和下午茶的消费需求也逐渐提升。随着生活节奏的加快，外卖成为人们“按需吃饭”和“按时吃饭”的重要保障。对于加班时晚饭的解决方式，57.0%的消费者选择叫外卖，21.4%的消费者选择附近餐馆或食堂吃，13.5%的消费者选择回家吃，另有 8.1%的消费者选择不吃或者采用其他就餐方式，外卖消费的重要程度不断凸显。

外卖的主要消费品类从餐饮逐步向其他非餐饮品类和多元化消费场景拓展，带动订单量增长。消费者调查显示，

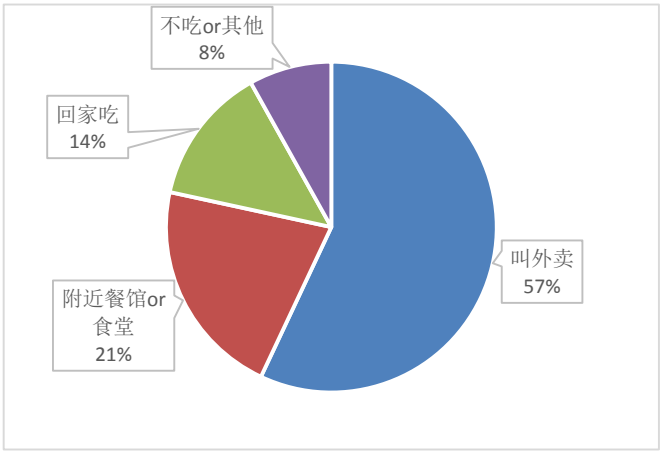
51.0%的消费者曾使用外卖购买甜点，41.7%的消费者曾使用外卖购买生活用品，25.3%的消费者适用外卖买药，22.6%，的消费者买过生鲜肉类等等。外卖的配送速度快、时效性强，极大地便捷了人们的生活，随着外卖业务向非餐饮品类的扩张更为多样化，以及人们对这种生活方式的习惯不断牢固，**我们预计 2025 年日均单量将达到 9908 万，接近 1 亿单。**

图表 18 消费者点外卖的时段分布



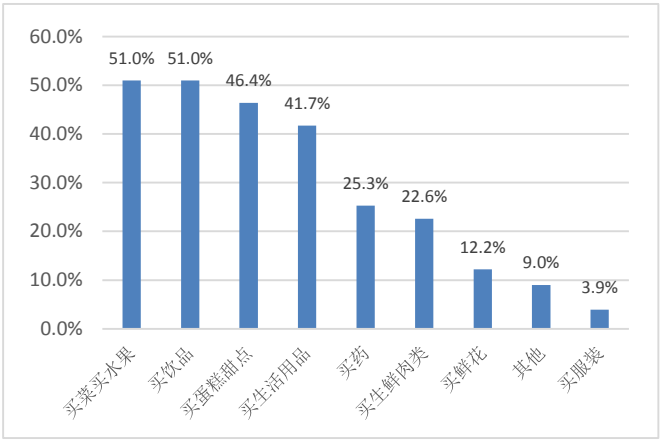
资料来源：美团研究院《2019 年及 2020 年上半年中国外卖产业发展报告》、华创证券

图表 19 外卖成为消费者的主要就餐方式



资料来源：美团研究院《2019 年及 2020 年上半年中国外卖产业发展报告》、华创证券

图表 20 消费者使用外卖购买非餐品类情况

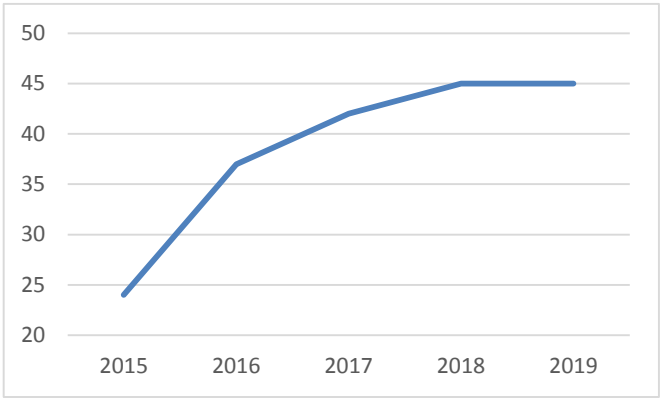


资料来源：美团研究院《2019 年及 2020 年上半年中国外卖产业发展报告》、华创证券

2、每单均价（AOV）具备提升空间主要得益于新零售业务的拉升

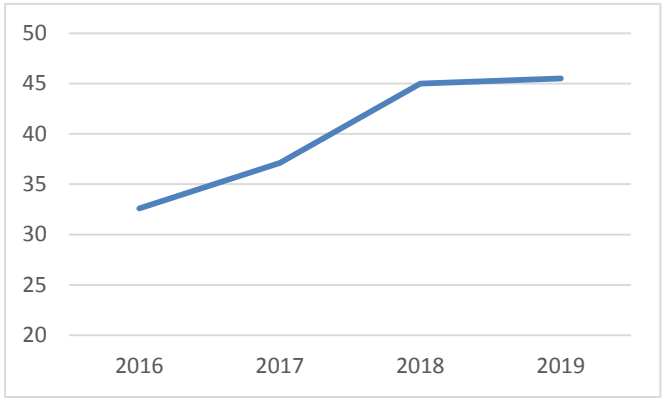
新零售业态下，非餐的 AOV 显著高于餐饮。疫情之后 AOV 的上升主要得益于品牌商户的大量上线，品牌商户的大量上线，Q2 新上线品牌商户同比增长超过 110%。但是我们认为，远期外卖的 AOV 提升主要来自于非餐占比的提升。美团 2019 年的每单均价为 45 元/单，2020Q2 每单均价为 48.8 元/单，我们预计 2025 年将提升至 55 元/单。

图表 21 美团餐饮外卖历年 AOV（元/单）



资料来源：公司财报、华创证券

图表 22 行业餐饮外卖 AOV(元/单)



资料来源：trustdata、艾媒咨询、analysis 易观、华创证券

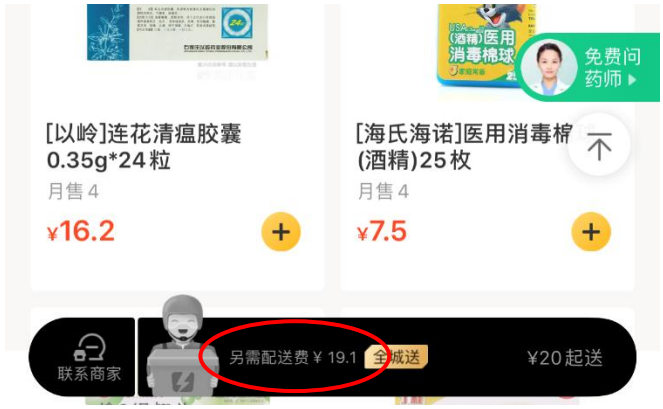
3、交易用户配送费提升空间广阔

随着一切皆可外卖的用户习惯培育，消费者对配送的付费意愿尚有较大提升空间。在早期消费者习惯培育过程中，配送的价值以补贴的形式，提供给了消费者，导致目前平台配送费偏低。以几个场景为例具体说明。场景 1 夜间配送，其配送费多为 10 元左右；场景 2 是买药，买药配送费相对更高，均价为 20 元左右；场景 3 是现阶段人们对于餐饮外卖可以接受的心理预期大约是 9 元左右，以肯德基、麦当劳自营 APP 或微信小程序为例，在其非美团点餐，平均配送费为 9 元左右。**因此可以看到，配送费距离用户预期的天花板还有较大的增长空间。**

图表 23 场景一：夜间配送费多为 10 元左右

资料来源：美团外卖 APP、华创证券

图表 24 场景二：部分药店的配送费可达到 20 元



资料来源：美团外卖 APP、华创证券

图表 25 场景三：肯德基自营 APP 配送费为 9 元

资料来源：肯德基 APP、华创证券

图表 26 场景三：麦当劳微信小程序配送费为 9 元

资料来源：麦当劳小程序、华创证券

4、平台流量增长与品牌商户的入驻将大幅提升广告变现率

品牌商户的大量上线，未来餐饮外卖商户结构的大幅改善，将有力助推广告变现率的提升。2020 年 Q2 新上线新品牌商户同比增长超过 110%，助推餐饮外卖广告收入占比大幅提升。2019 年美团外卖的广告收入是 0.5 亿元，广告收入占比约为 6%，预期 2025 年美团外卖单均广告占收比将达到 5%以上。

从广告供给角度去看：目前美团外卖广告按照收费模式主要分为 CPC（按照点击付费）以及 CPM（按照展现付费）两种模式。业务形态上以钻石展位、铂金展位、点金推广和揽客宝为主。 随着整体平台流量的上升带来广告流量池的自然扩大，同时广告加载率目前仍旧偏低，流量池与加载率叠加增长将带来外卖广告的大幅增长。

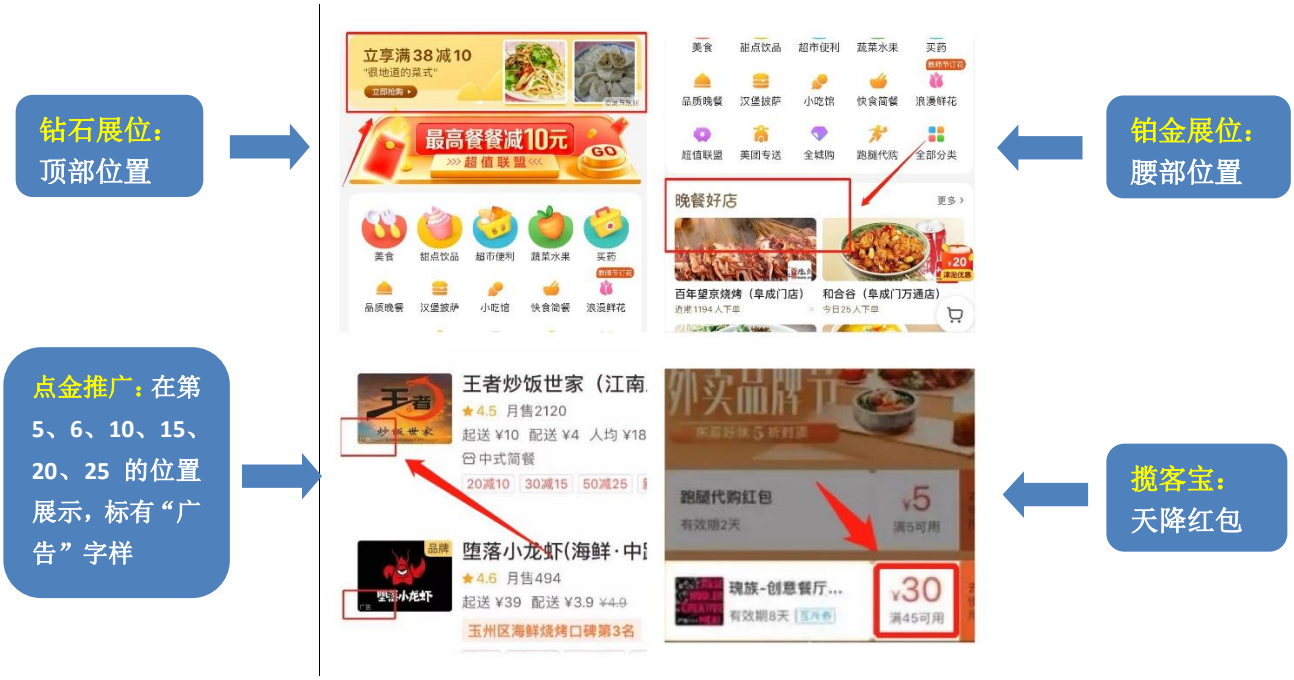
图表 27 美团外卖广告业务形态及收费模式

业务形态	收费模式
钻石展位	钻石展位是采用“竞价”形式出价，**收取费用按实际曝光量计费**，计价小于等于出价；按单次曝光出价，出价范围 0.01~0.1 元，预算初期可设置 50-100 元。钻石展位最终按“单次曝光出价”及“门店综合质量”排序，两者综合得分最高者优先展现。
铂金展位	**按单次曝光出价，按实际曝光计费。**KA、CKA、优质白领专享 1 个展位；最低 0.01 元/曝光，品牌塑造，助推爆款，尤其大小连锁商家。
点金推广	**按点击计费**（只曝光不计费，保障效果）；推广位排名高于自然排名时，才会展示在推广位（带来纯增量的效果提

业务形态	收费模式
	升）。
揽客宝	**按曝光次数收费。**1、优惠券展示给用户后，同步会放入外卖代金券账户中，完成一次触达。2、以实时出价为依据计费，单次触达计费大于等于出价。3、推广按实际触达用户计费，每人每天只计费一次。4、若用户没有使用优惠券，3 个自然日之内，不会第二次触达该用户。

资料来源：美团外卖推广服务平台，华创证券

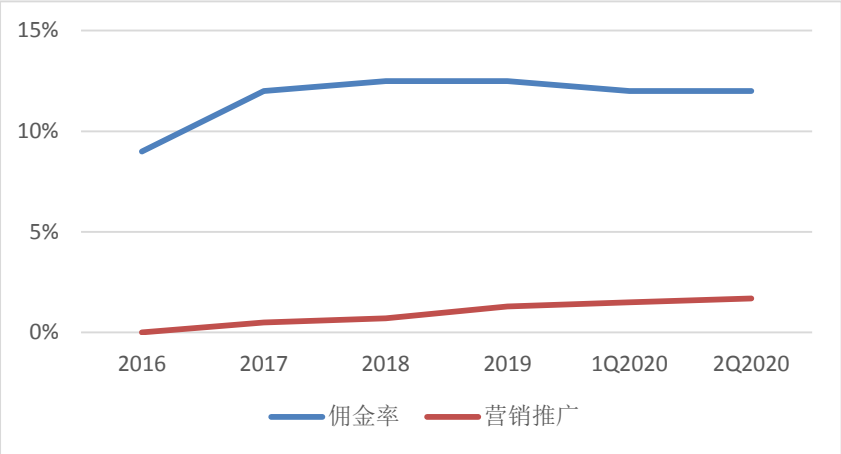
图表 28 各广告展位分布位置



资料来源：美团外卖 APP、华创证券

从广告主需求角度去看：品牌餐饮商户和部分闪购类商户具有更高的支付意愿与更强的支付能力去购买在线营销推广类服务，因此商家结构的升级将是美团到家业务未来变现率提升的重要抓手。数据显示，疫情期间更多的高质量餐厅加入美团外卖，如黑珍珠餐厅、五星级酒店等，导致美团一季度的 AOV 突破了 50 元。反过来，高 AOV 的商家往往也有更高的积极性去购买在线营销类服务，加强品牌曝光度，增强品牌影响力，提升流量转化力。对美团整体的佣金率进行拆分，发现美团到家业务佣金率增长呈现略降趋势，但营销推广类收入占 GTV 的比重有所上升。

图表 29 美团整体 take rate 拆分



资料来源：隐马数研，华创证券

5、外卖 UE 模型拆解下，预计远期美团外卖单均盈利 2 元以上

日均单量、每单均价、配送费、广告业务收入多项并举，成就美团未来净利润的可期增长。我们的核心假设为：1、单量：2025 年远期单量日均接近 1 亿单，主要来自于非餐业务的增长以及餐饮结构的变化。2、AOV：2025 年增至 55 元，主要来自于同城零售、生鲜、鲜花等 AOV 显著高于餐饮业务的增长。3、佣金率：保持相对稳定。4、交易用户支付配送费大幅增长至 5 元，主要系到家业务的发展带来用户习惯的培育，以及重度用户付费意愿的提升。5、广告收入提升：主要来自于平台流量的增长带来广告供给提升以及品牌商户的入驻带来广告需求的增长。6、骑手成本下降：至 2025 年下降至单均 7.2 元左右。主要来自于单量密度的提升，以及取餐柜的大规模推广，摊平每单骑手成本。综上，预期至 2025 年日均单量接近 1 亿单，单均盈利 2 元以上。

图表 30 美团外卖业务推算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
日均单量（万）	175	434	1121	1747	2390	2658	3550	4620	5960	7800	9908
每单均价（元）	24	37	42	45	45	46	51	53	54	54	55
佣金率	1.12%	9.03%	12.29%	13.48%	13.97%	13.30%	13.58%	13.75%	13.90%	14.10%	14.10%
商家佣金+配送费	0.3	3.3	5.1	6.0	6.3	6.1	7.0	7.3	7.5	7.7	7.7
交易用户支付的配送费	2				3	4	4	4	5	5	5
补贴	6	2	2	2	2	2	2	2	3	2	2
综合补贴率	26%	5.4%	3.7%	3.5%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.7%	4.3%	4.0%
广告收入	0	0	0.1	0.2	0.5	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
广告收入占比	0%	0%	3%	4%	6%	5%	6%	6%	6%	6%	6%
每单净收入	-4.1	1.3	3.7	4.7	8.3	7.9	9.3	9.8	10.1	10.5	11.0
骑手成本				7.5	7.3	7.5	7.3	7.3	7.2	7.2	7.2
每单毛利				-2.8	1.0	0.4	2.0	2.5	2.9	3.3	3.8
公摊				1.0	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	1.5
每单净利润				-3.81	-0.04	0.35	0.90	1.33	1.70	2.01	2.34

资料来源：公司公告，华创证券测算

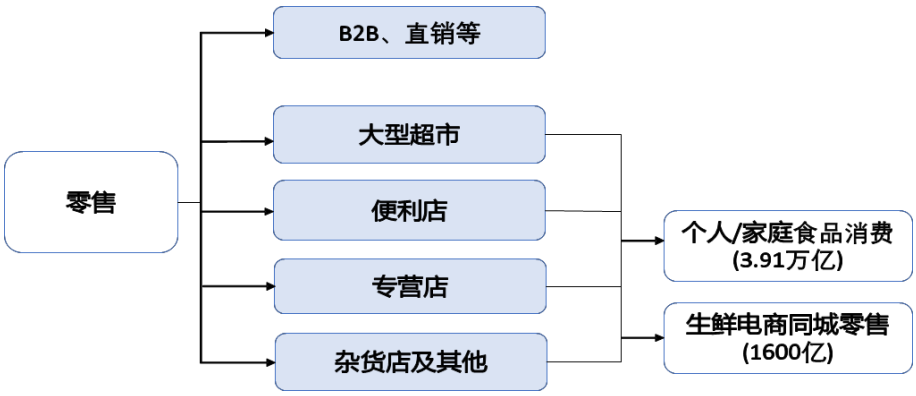
四、新零售成为领航标，有望再造下一个外卖市场

（一）新零售业务为何物？

1、新零售业务整体市场规模

我国新零售起步晚，但发展强劲。我国新零售业务起步于 2016 年，多家实体零售企业开始尝试接入美团、饿了么，门店开始使用互联网技术改装，电商也纷纷试水线下门店，同时购物中心和便利店进入高速增长期。根据易观分析调研，2017-2019 年新零售行业年均复合增长率高达 115%，预计 2022 年新零售市场规模有望突破 1.8 万亿元。零售行业包括 B2B、直销、大型超市、便利店、专营店、杂货店及其他，个人/家庭食品消费为 3.91 万亿元，生鲜电商同城零售为 1600 亿元。

图表 31 零售市场整体规模



资料来源：商务部、国家统计局、中商产业研究院、华创证券

2、美团新零售业务以美团买菜、美团闪购与美团优选为核心支撑

美团买菜的目标客群主要聚焦于北上广深等超一线城市或者高线城市，其业务模式与核心竞争力为采用“APP 端+便民服务站”的前置仓自运营模式。通过社区小店的形式快速进行标准化复制，供应链精细化管理，核心考验前置仓模型、平台供应链能力以及现金流。目前的定位与发展现状主要是扩展仓的密度，针对高线城市更加密集规模更大，少量城市密集做，未来模型有机会跑通。在某些仓做极致优化。美团买菜类似于餐饮的 1P 模式。

美团闪购采用平台模式，生鲜在其中是重点做的品类。与相关竞争对手相比，**核心优势是通过餐饮外卖建立的配送网络和赋能商家线上运营的能力，在更广范围内赋能更广泛的商家，覆盖面、运营效率更加强势。**目前单量占比位于 5%到 10%区间，正在大力铺开体量，拓展品类以及地域覆盖。闪购在大部分成本和餐饮外卖接近。不同品类对定价策略不同。闪购业务中药品经济模型较好，利润率高，佣金率高。闪购商户侧重中小商户，竞争对手侧重 KA 大型商超。

美团优选针对下沉市场，采用团购模式。**“预购+自提”的模式，赋能社区便利店，为社区家庭用户精选高性价比的蔬果、肉禽蛋、乳制品、酒水饮料、家居厨卫等品类商品。**用户当天线上下单，次日门店自提。目前处于刚起步阶段，下沉业态，主张错位竞争。目前 UE 已经是为正。团购方面，便利店长就是团长，作为自提点也能被美团引流，美团没有存货成本，是共赢。

图表 32 美团新零售业务梳理

	美团买菜	美团闪购	美团优选
目标群体	主要聚焦于北上广深等超一线	闪购业务专注于覆盖全国所有地区，其中菜	针对下沉市场

	美团买菜	美团闪购	美团优选
	城市或者高线城市	大全是美团闪购的子品牌，针对赋能菜市场做的子品牌。专注武汉、成都、南京等准一线或者二三线城市	
业务模式及竞争优势	采用“APP 端+便民服务站”的前置仓自运营模式。通过社区小店的形式快速进行标准化复制，供应链精细化管理，核心考验前置仓模型、平台供应链能力以及现金流。	平台模式，生鲜在其中是重点做的品类。与相关竞争对手相比，核心优势是通过餐饮外卖建立的配送网络和赋能商家线上运营的能力，在更广范围内赋能更广泛的商家，覆盖面、运营效率更加强势。	团购模式。采取“预购+自提”的模式，赋能社区便利店，为社区家庭用户精选高性价比的蔬果、肉禽蛋、乳制品、酒水饮料、家居厨卫等品类商品。用户当天线上下单，次日门店自提。
定位与发展现况	扩展仓的密度，针对高线城市更加密集规模更大，少量城市密集做，未来模型有机会跑通。在某些仓做极致优化。美团买菜类似于餐饮的 1P 模式。	目前单量占比位于 5%到 10%区间，正在大力铺开体量，拓展品类以及地域覆盖。闪购在大部分成本和餐饮外卖接近。不同品类对定价策略不同。闪购业务中药品经济模型较好，利润率高，佣金率高。闪购商户侧重中小商户，竞争对手侧重 KA 大型商超。	处于刚起步阶段，下沉业态，主张错位竞争。目前 UE 已经是为正。团购方面，便利店长就是团长，作为自提点也能被美团引流，美团没有存货成本，是共赢。
主要竞争对象	叮咚买菜 每日优鲜	淘鲜达 京东到家	兴盛优选

资料来源：前瞻产业研究院、每日优鲜官网、叮咚买菜官网、阿里巴巴财报、兴盛优选官方、华创证券

（二）新零售战场：美团、阿里、京东三家会战，美团暂时领先

1、新零售竞争格局，入口+流量+场景、供应链+配送模式不尽相同

新零售行业主要分为两种模式：第一种模式是以商超作为支撑，企业主要分为传统商超和具有互联网背景的两类。其中，互联网背景的公司主要是盒马，以盒马 APP 作为线上入口，依托阿里系、店内客流和拉新获取流量；传统商超主要有高鑫零售、永辉超市等。**第二种模式互联网平台模式，**企业主要分为互联网生态系成员和初创企业。其中互联网生态系成员包括京东到家、淘鲜达和美团外卖，分别基于京东系、阿里系和美团系为流量获取渠道。

图表 33　新零售竞争格局

模式	企业背景	公司	核心要素				
			流量		场景	供应链	配送
			线上入口	流量获取			
商超支持	互联网背景	盒马	盒马 APP	阿里系（支付宝/淘宝/天猫等）、店内客流、拉新	线上+线下	自建、阿里系合作	自建
	传统商超	高鑫零售	淘鲜达/大润发优鲜/欧尚到家/饿了么/天猫超市	阿里系（支付宝/淘宝/天猫等）、店内客流、拉新	线上+线下	自有供应链体系	依托阿里蜂鸟等
		天虹股份	天虹 APP、微信智慧零售（测试）	原线下用户、拉新	线上+线下	自有供应链体系	顺丰为主
		永辉超市	京东到家、永辉生活；小程序、美团、永辉买菜	原线下用户、京东到家用户、拉新	线上+线下	自有供应链体系	京东达达、云达、自建

模式	企业背景	公司	核心要素				
			流量		场景	供应链	配送
			线上入口	流量获取			
		步步高	BetterGo 小程序、京东到家	原线下用户	线上+线下	自有供应链体系	京东达达、美团、店员等
互联网平台	互联网生态系成员	京东到家	京东到家 APP	京东系、拉新	线上平台+线下	无	自有
		淘鲜达	手机淘宝	阿里系、大润发&欧尚线下、线下合作方	线上平台+线下	无	蜂鸟
		美团/美团外卖	美团/美团外卖	美团系	线上平台+线下	无	自有
	初创企业	多点	多点 APP	物美线下、合作方线下（如人人乐、中百集团等）、拉新	线上平台+线下	无	第三方

资料来源：前瞻产业研究院、美团研究院、华创证券

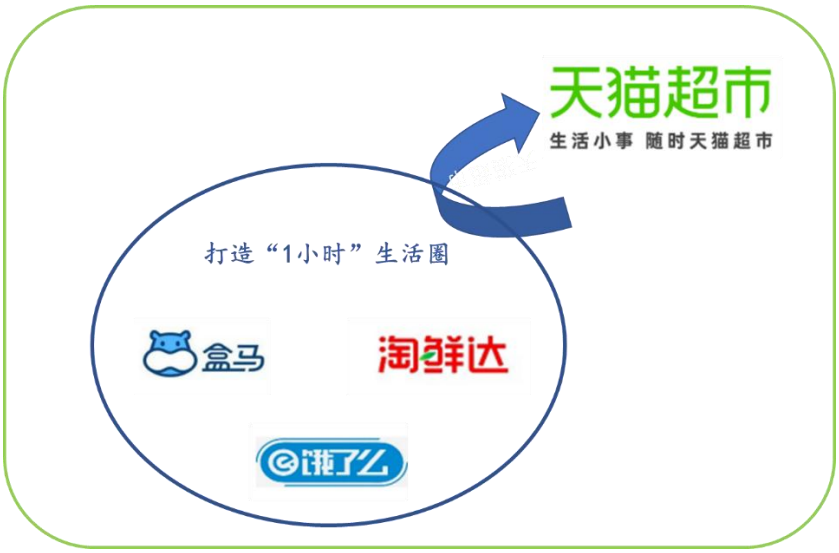
2、阿里：以“天猫超市+淘鲜达+盒马+饿了么”为首的同城零售战场

同城零售与电商相比的优势是速度快，价格的竞争力和电商是一样的，天猫品牌店全国控价，未来同城零售主要接的是实体的小商铺。4 月中旬天猫超市事业群升级为同城零售事业群。

阿里在 2017 月 4 日开始正式运行淘鲜达，与全国多个知名零售商超品牌合作，如：大润发、欧尚等，对零售版块进行数字化改造，主打“生鲜百货一小时送达”。根据生鲜传奇，目前淘鲜达已在 200 多个城市开通，900 家门店上线，每家门店平均能够提供 3000 种以上的商品。

如今阿里将“淘鲜达+饿了么+盒马”的一小时生活圈入口整合进天猫超市，直指达达-京东到家和美团。

图表 34 阿里巴巴同城零售打造“一小时生活圈”



资料来源：阿里巴巴官网、华创证券

3、京东：无界零售，打破传统零售，化被动为主动

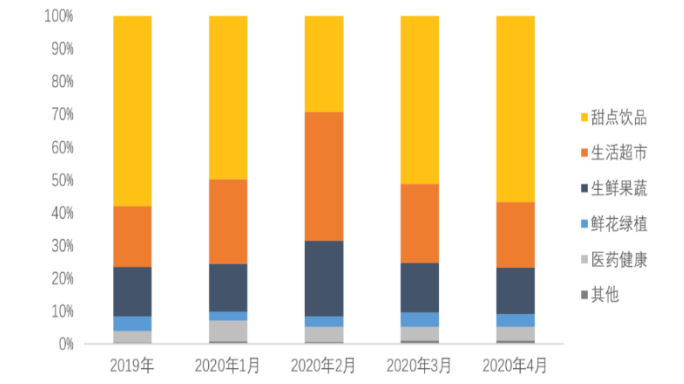
从以前的传统零售以“货”为主到现在以“人”为核心，新零售颠覆了传统的零售行业。2017 年 8 月 10 日，京东与百度宣布达成全面战略合作，推出“京度计划”。

京东到家作为京东新零售的核心案例，是京东集团基于传统 B2C 业务模式向更高频次商品服务领域延伸发展出的全新商业模式，是京东重点打造的 O2O 生活服务平台。京东到家完美结合线上线下，整合各类 O2O 生活类目，向消费者提供生鲜及超市产品的配送，并基于 LBS 定位实现 2 小时内快速送达，打造生活服务一体化应用平台。发展至今，京东到家已与多数合作便利店做到系统深度打通。通过“大数据+工具化”两方面，帮助门店实现对商品、用户等的数字化管理，帮助商家成功转型新零售模式。

（三）美团闪购：外卖订单结构从餐饮到非餐外卖零售成为到家经济的重要组成部分

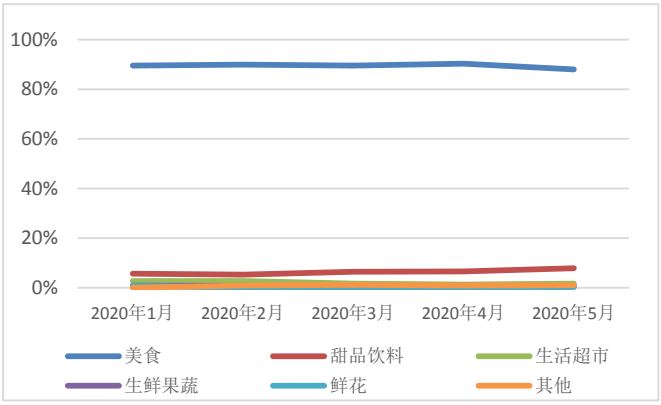
疫情之下，消费者外卖消费场景从早餐、中餐、晚餐、宵夜等典型场景，逐渐拓展到了非餐场景。甜点饮品、水果生鲜、生活超市、医药健康等其他品类的需求快速增长，外卖消费向更多品类、更多消费场景拓展。根据百观科技数据，2020 年 1 月到 5 月，非餐业务单量在美团外卖整体单量中占比超过 10%。

图表 35　外卖零售品类订单占比



资料来源：美团平台大数据、华创证券

图表 36 不同外卖零售品类订单量占比



资料来源：百观科技、华创证券

外卖正发展成为全时段、跨品类的新零售时代不可或缺的消费场景。以消费者的即时洞察为核心，以大数据为驱动，围绕着本地生活服务平台打通线上和线下消费场景，线上实现交易闭环，线下通过即时配送完成交易履约，为消费者提供从需求发起到商品验收的一站式服务。

图表 37 美团提供的服务走向“多场景+多时段”的融合

资料来源：美团官方 App、华创证券

图表 38 美团闪购业务与外卖 UE 对比

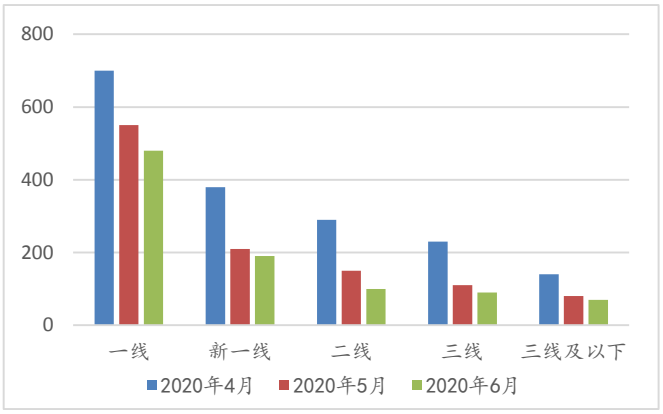
指标	闪购 UE	餐饮外卖 UE
平均 AOV	鲜花、商超等品类 AOV 显著高于餐饮外卖，预期在 60 元以上	48 元
整体佣金率	各品类佣金率差异较大，商超等佣金率与外卖持平，约 13%	13-14%
C 端配送费	鲜花、买药等特殊场景，极大的拉高了 C 端配送费用，预期比外卖平均 C 端配送费用更高	3-4 元（推算）
补贴率	目前处于市场培育阶段，补贴率显著高于餐饮外卖 3.5%	3.5%
单量	2020 年 Q2 日均 300 万单	2020 年 Q2 日均 2475 万单

资料来源：公司公告、草根调研、华创证券

疫情催化了闪购业务的业务量。疫情期间，部分线下卖场关闭，消费者不得不选择线上购置生活用品、生鲜水果，这给予了美团发展闪购业务一个绝佳机会。据隐马数研数据显示，4 月份水果、商超等非餐商家订单的占比达到 10.2%，疫情影响逐渐消除后，6 月份非餐的比例回落至 4.9%左右。整体来看，随着线下场所逐渐回归正常运营，整个到家订单量与到店流量此消彼长。

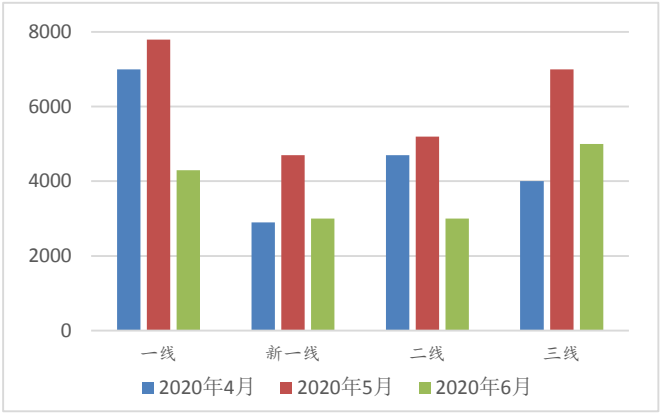
横向比较来看，非餐业务的线上化率仍处于非常低的水平，从一线城市到三线及以下城市，水果、商超以及其他非餐品类的单店订单量仅为餐饮类订单的 20%左右。疫情下消费者的购买行为测试出了目前线上化水平下闪购类订单占比的极限值，且疫情期间集中爆发的线上化需求。线上消费的习惯已在消费者的生活中逐渐扎根，未来线上化的消费趋势是不可逆转的，对于未来闪购类订单升至更高的占比，只是时间的问题。

图表 39 水果/超市类单店月均外卖订单量（美团）



资料来源：隐马数研、华创证券

图表 40 某头部连锁超市单店月均外卖单量



资料来源：隐马数研、华创证券

（四）美团买菜：前置仓类的分拣模型

1、头部玩家已经显现

在前置仓业态中，头部玩家已经显现。2014 年每日优鲜开始线上运营，2017 年叮咚买菜上线、2019 年美团买菜、永辉买菜等应势而生。几家头部玩家的区域分布主要集中在一线城市。根据零售商业评论，**美团买菜提**供蔬菜、海鲜水产等 10 大品类，总体约 1500 个 SKU，聚焦都市白领们的“三餐食材”选购需求。**每日优鲜**在城市设立分拣中心，结合订单密度向社区渗透，设立前置仓，形成半径三公里的圆形覆盖网。**叮咚买菜**成立一年后，单量达 3 万，GMV 达到 3600 万以上；目前在上海有约 200 个前置仓，每个前置仓面积在 300 平米左右，可以容纳 1500 个 SKU。

2、前置仓业态优缺点明显

前置仓具有物流分级集约化，配送效率最大化的优点。1）与商超到家的店仓一体模式相比，前置仓的物流更优化、配送更及时。遵循“分段运输，主干优先、分级集结、降维扩散”的物流扩散规律，通过将颗粒度最小的配送到家环节，后置到最后一公里范围； 在末端分发和交付上，又享受了距离消费者最近的场景带来的优势，在配送时效上要远远高于传统电商和商超到家。2）前置仓绕过零售门店管理的 know-how 壁垒，实现供应链和即时配送的无缝连接。

前置仓模式具有履约成本高，难以实现单笔盈利的缺点。履约配送成本高，小仓储一天多配；仓储分拣高，增加了分拣人工成本和折耗包装成本；流量成本高，没有门店的自然流量和现金流，没有客户的直观体验引发购买；小业态运营受限，品类少，覆盖人群有限，天花板易触，库存容错率低，缺货和损耗难以平衡。

3、盈亏模型的关键是随订单规模扩大，仓储物流后端投入得以平衡

订单规模天花板较低，主要原因是这种模式仅适用于一线城市，规模效应难以显现。精准效率和规模之间存在矛盾，把握效率的精准，难以扩大规模；提升规模，便无法保证效率的精准性，这将极大阻碍盈利的实现。正如每日优鲜 CFO 所说：在一个 300 平的仓储里，有三千款单品，要做到充分备货，周转天数 1.5 天，备货量做到晚高峰之前售罄率不高于 10%，这个损耗还要整体率低于 1%，这样的效率和精准度只能通过数字化途径加以实现。

4、买菜作为美团新零售网络的一环，长期盈利暂不可见

与闪购不同的是，美团买菜主要满足社区等的“买菜”需求。合作方包括生鲜超市、农场、农贸市场摊贩等可

以提供外送服务的商家或者产品主体，蕴含着千亿市场的机遇。线上流量和配送时效作为两个标准配置，这一业务领域的进入门槛还是非常高的。目前来看，买菜业务仍处于初期发展阶段。

图表 41 三家主要平台的差异化对比

品类	模式	优势及特点
美团买菜	“APP 端+便民服务站”	蔬菜、海鲜水产、肉禽蛋、酒水饮料、水果、乳品早餐、厨房用品等 10 大品类，总体约 1500 个 SKU；聚焦都市白领们的“三餐食材”选购需求。
每日优鲜	“城市分选中心 + 社区前置仓”的极速达冷链物流	在城市设立分拣中心，结合订单密度向社区渗透，设立前置仓，形成半径三公里的圆形覆盖网；城市分选中心会提前将生鲜商品分配到前置仓，再配送至社区的用户手中。
叮咚买菜	“移动端下单——前置仓配货+即时配送到家”	主打“0 元起送，29 分钟送达”的服务；成立一年后，单量达 3 万，GMV 达到 3600 万以上；目前在上海有约 200 个前置仓，每个前置仓面积在 300 平米左右，可以容纳 1500 个 SKU。

资料来源：新零售商业评论公众号、华创证券整理

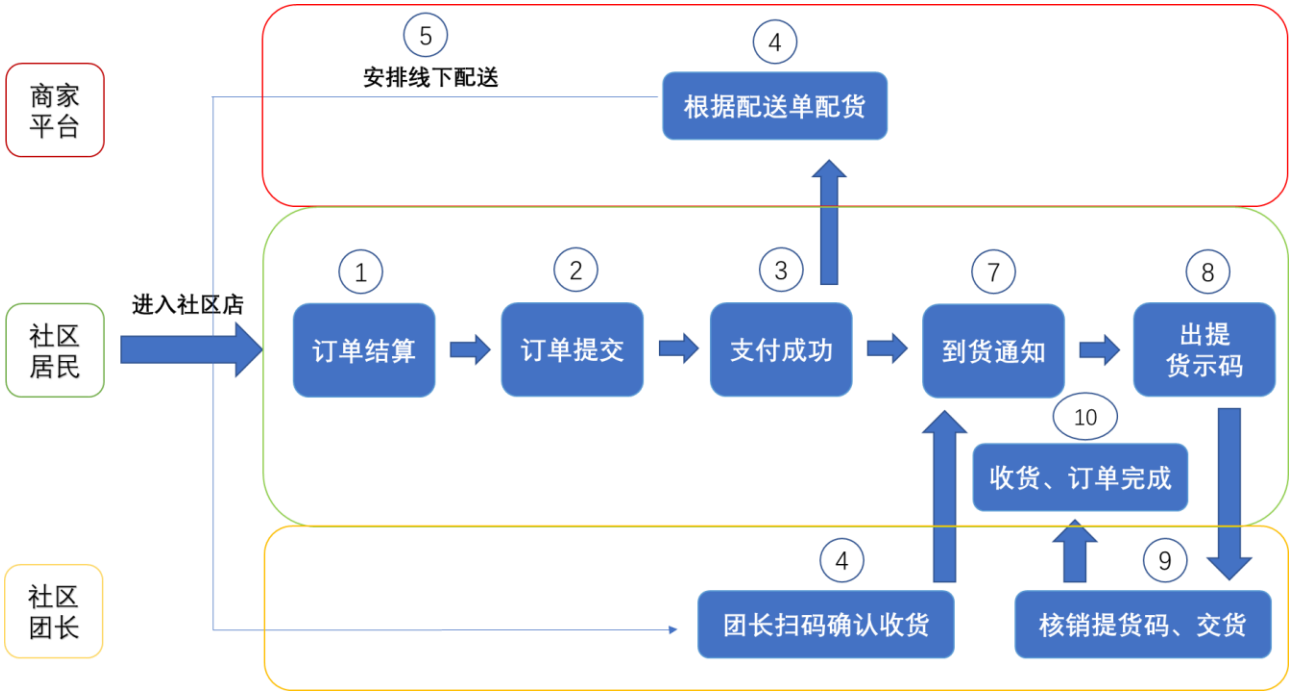
（五）美团优选：下沉市场社团团购抢夺社区流量，盘活全国的“夫妻老婆”店

1、社区团购的商业模式

社区团购的主要商业模式是“预售制+团长制”，属于轻资产模式，主干运输+社区解决了原先最后一公里配送问题。以兴盛优选为例，作为一家社区电商平台，定位于服务家庭消费者，解决社区消费者一日三餐的刚需商品需求，包括买菜、水果、日用百货等等。兴盛优选的核心商业模式是通过社区小店以预售+自提的模式，来解决消费者的需求。

以兴盛优选为例，兴盛优选的购物流程简单易操作。社区居民进入社区店，通过点击购买链接加购商品，提交订单并支付，支付成功后，商家平台将根配送单配货，通过物流配送，将订购的商品配送到社区店，由团长扫码确认收货， 社区居民收到到货通知后到社区店提货，核销提货码且拿到货物，该笔订单完成。

图表 42 兴盛优选社区团购模式



资料来源：海豚智库、华创证券

2、社区团购未来的市场空间广阔

根据目前较为成熟的模式兴盛优选来大致测算社区团购的市场空间，可得社区团购 2020 年全年 GMV 全国规模 2 万亿左右。 根据兴盛优选官方披露，目前全国 13 个省有 30 万个自提点，其中湖南 12 万自提点，湖南为成熟市场。 全国市场 2020 年预计 GMV 400-500 亿，目前日均单量 8000 万。假设其中 50%由湖南的 12 万个自提点产生，由此推算湖南单个自提点产生的 GMV 为 4000w÷12w=333 元，兴盛优选在全国自提点日均 GMV 总和为 333x600w=20 亿元，假设兴盛优选的市占率约为 30%，推算行业日均 GMV 为 20÷30%≈60 亿元，全年 GMV 预计达到 60x365≈2 万亿。

3、兴盛优选的 UE 模型拆解

收入端主要为客单价约 30 元；成本端主要是物流（司机、分拣、仓储）、团长分佣、运营，由于不需要积累库存，极大地降低了损耗率，从而获得了加价倍率的显著改善。

该模式的优势在于：1）获客成本低，通过社区团长辐射社区用户，获客成本低，熟人拼团、复购率高；2）给消费者带来更好的消费体验，维护长久的良好情感，增强客户粘性；3）社区团购预售+团购模式运作灵活，以销定存，没有资金周转压力和库存积压风险；4）通过微信生态运营管理，分享裂变传播，起量快，可复制性强。

4、疫情加速社区团购发展

社区团购类小程序的使用效率最高。核心原因是本地生活用户基于微信群维护的关系，在居民区覆盖越高，用户频次越高，小程序的分享和转发就越高。社区团购产品全部是刚需高频产品，一旦做起来，形成习惯的养成，有助于打造区域化的强势品牌。

疫情加速生鲜类目的线上化提升速度，培育了用户社区团购的使用习惯。社区团购已成为市民在家隔离购买基础物资的首选，也成为商家做线上经营的标配。盒马、京东，甚至品牌商周黑鸭都开启了社区团购模式。盒马试点社区团购。在特殊情况下，盒马突破原有的模式做社区团购。消费者在“盒粉群”拼单，由盒马工作人员在当晚 11 点前汇总，次日配送。京东七鲜超市、七鲜生活也在全国门店推出“小七拼”服务。截至 2 月 18 日，“小七拼”共建立 1000 多个社群，覆盖 1200 多个社区，共计覆盖人群近 50 万。“小七拼团”社区团购也是通过集单配送，且保持 24 小时营业。

图表 43 兴盛优选小程序月榜&日榜数据

资料来源：阿拉丁小程序排行榜、华创证券

五、近场电商逐步替代中心化电商，行业迎来变革期

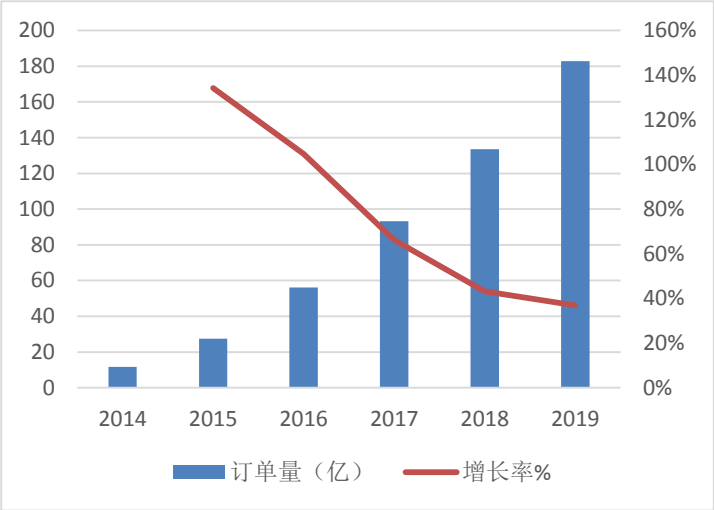
满足 3~5km 半径内消费者生活相关高频需求，并逐步完成了一张全国范围 “前置仓/店+即时配送”的末端服务网络布局，对传统全国范围的中心化电商形成冲击。伴随餐饮外卖、生鲜宅配等行业的高速发展，即时配送行业规模持续扩大。

图表 44 近场电商 VS 广域电商比较

品类	近场电商	广域电商
代表平台	美团、叮咚、兴盛优选	淘宝、京东、拼多多
订单规模	单日完成订单量突破 4000 万单（美团）	3300 万单/日（中通）
主要场景	餐饮、生鲜、日用百货等高频需求	鞋服、百货等常规需求
服务半径	社区（3~5km）	全国
履约时效	1h 达（为主）+半日/1 日达	次日达（为主）+半/多日达
履约方式	前置仓/店+即日配送	多级协调仓+快滴/即时配送

资料来源：中国物流与采购联合会、华创证券

图表 45 2014-2019 年中国即时配送行业订单量规模及增长率



资料来源：罗戈研究、华创证券

六、估值与盈利预测

公司在餐饮外卖市占格局上不断占优，连续数个季度经营能力一再提升，展现出强劲的盈利能力。疫情为本地生活赛道的扩张带来极大的机会，宅家创造的到家刚需环境迅速完成了消费者教育，加速了用户到家习惯的培育，同时盘活了整体社区业态。我们认为在生活服务行业线上化率大幅提升的趋势下，美团凭借对本地生活各个细分领域的绝对领先，以及公司管理能力上，对本地化的调配和运营能力，构建了本地生活行业的绝对壁垒。公司有望成长为服务业数字化的推动者与龙头，进一步扩大优势地位。我们维持预计 20-22 年 **Non GAAP 下经调净利润 77 亿/165 亿/305 亿**

在估值逻辑方面，考虑到疫情为新业务带来了趋势性的机会，我们认为公司供给和需求双端显示出强大的增长潜力，2023 年才可达到稳态格局，因此以 2023 年餐饮外卖和到店酒旅两个板块的远期利润，折现至 2020 年，同时看好公司在新零售、快驴、餐厅 RMS 以及出行等领域的发展潜力，对以上各项业务依据可比估值总计给予 2560 亿估值，具体详见下表。

图表 46 新业务可比估值

	估值下限（亿元人民币）	估值上限（亿元人民币）	2023 年收入（亿元）	可比公司	可比公司估值	对标逻辑
闪购	720	720	90	达达	35 亿美元	31 亿人民币，对应 8 倍 PS
买菜	150	200	50	每日优鲜	30 亿美元	2020 年上半年收入约 30 亿人民币，对应 3-4 倍 PS
社区团购	120	160	40	兴盛优选	40 亿美元	2019 年收入约 60 亿，2020 年预估收入 80 亿，对应 3-4 倍 PS
快驴	120	160	40	美菜	70 亿美元	2017 年收入超过 100 亿，2019 年约 140 亿，对应 3-4 倍 PS
RMS	720	900	60	微盟	248 亿港币	2020 年营业收入 22 亿，2020 年 13 倍 PS
摩拜	70	70	139	青桔	10 亿美元	
金融+支付	660	1,540	88	蚂蚁金服	2000 亿美元	PE 约 50 倍
充电宝				小电	3 亿美元	
合计估值	2,560	3,750				

资料来源：公司公告、华创证券预测

以上，我们维持预计 2023 年餐饮外卖 PE 估值（30X），对应 2023 年 10271 亿，到店酒旅业务 PE 估值（30X），对应 2023 年 5104 亿，新业务中本地零售、快驴、餐厅 RMS 依据可比估值总计给予 2560 亿估值，2023 年总计 17935 亿元人民币，折现到 2020 年，对应 16732 亿港币，对应目标价至 285 港元，维持“推荐”评级。

图表 47 2023 年分部估值

	估值方法	估值下限	估值上限	市值下限	市值上限
餐饮外卖	PE	30	35	10,271	11,983
到店酒旅	PE	30	35	5,104	5,955
新业务	可比估值			2,560	3,750
目标市值（亿元）				17935	21688
目标市值（亿港元）				19,879	24,039
折现至 2020 年				16,732	20,233

资料来源：华创证券预测

七、风险提示

餐饮外卖业务竞争加剧、新业务持续亏损，现金流管控不当，成本上升。

附录：财务预测表

资产负债表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	13,396	26,461	49,333	81,719
应收款项合计	10,268	6,903	8,563	9,106
存货	275	602	794	815
其他流动资产	49,436	70,930	85,750	100,464
流动资产合计	82,135	107,094	146,637	194,300
长期股权投资	9,450	16,906	21,887	24,933
物业 、厂房及设备	5,376	6,849	9,087	11,748
非流动资产合计	49,878	57,634	63,901	68,712
资产合计	132,013	164,728	210,538	263,012
应付账款	21,499	17,394	21,265	25,038
其他流动负债	5,194	6,719	8,792	9,980
流动负债合计	36,593	36,937	45,889	54,730
长期借贷	992	1,093	1,158	1,236
其他非流动负债	130	19,032	29,952	37,611
非流动负债合计	3,366	22,580	34,289	42,468
负债合计	39,959	59,517	80,178	97,199
归属母公司股东权益	92,055	95,057	103,311	119,518
少数股东权益	-58	96	195	301
所有者权益合计	92,113	105,115	130,165	165,512
负债和股东权益	132,013	164,728	210,538	263,012

现金流量表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	7,432	18,253	29,776	45,363
净利润	2,507	4,252	14,433	26,794
折旧与摊销	4,846	4,593	4,988	5,099
营运资本变动	-2,914	5,103	5,347	3,937
其他非现金调整	-124	1,290	1,261	309
投资活动现金流	-3,858	-6,749	-5,378	-4,094
资产	3,737	4,589	5,492	6,388
投资	-7,606	-11,338	-10,870	-10,482
融资活动现金流	1,558	1,610	1,508	1,435
债权募资	1,558	1,610	1,508	1,435
股权募资	0	0	0	0

利润表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	97,529	119,182	179,528	243,420
主营业务收入	97,529	119,182	179,528	243,420
营业总支出	96,812	115,469	163,569	212,361
营业成本	65,208	79,736	116,877	156,543
营业开支	31,604	35,733	46,692	55,819
营业利润（EBIT）	717	3,713	15,960	31,059
金融资产拨备	57	0	0	0
投资公允价值变动	169	169	169	169
其他（亏损）/收益净额	2,062	1,649	1,666	1,683
经营利润	2,948	5,531	17,795	32,911
除税前利润	3,030	5,675	18,060	33,527
所得税	526	1,419	3,612	6,705
少数股东损益	-3	4	15	28
归母净利润	2,507	4,252	14,433	26,794
经调整净利（Non Gaap)	4,899	7,670	16,510	30,488
经调整 EBITDA	7,753	10,258	21,906	39,172
EPS（摊薄）	0.43	0.72	2.46	4.56

主要财务比率

	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	49.5%	22.2%	50.6%	35.6%
归属普通股东净利润增长率	102.2%	69.6%	239.5%	85.6%
获利能力				
毛利率	48.6%	45.3%	55.6%	52.0%
经调整净利（Non Gaap)	-8.7%	4.1%	4.3%	6.8%
ROE	2.8%	4.5%	14.6%	24.1%
ROA	2.0%	2.8%	7.4%	11.0%
偿债能力				
资产负债率	30.3%	36.1%	38.1%	37.0%
流动比率	224.5%	289.9%	319.5%	355.0%
速动比率	223.7%	288.3%	317.8%	353.5%
每股指标（元）				
每股收益	0.43	0.72	2.46	4.56
每股经营现金流	1.26	3.11	5.07	7.72
每股净资产	15.66	16.17	17.57	20.33
估值比率				
P/E	293	173	51	27
P/B	8	8	7	6

资料来源：公司公告，华创证券预测

互联网研究团队介绍

分析师：靳相宜

北京大学、英国伦敦大学学院双硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。